

美欧日央行流动性投放工具全览

宏观研究部

郭于玮

高级分析师

电话：021-22852641

邮箱：guoyw@cib.com.cn

鲁政委

兴业银行 首席经济学家

华福证券 首席经济学家

摘要

面对新冠疫情的扩散和金融市场的震荡，以美联储、欧央行和日本央行为代表的发达经济体央行推陈出新，创设了数种新的流动性投放工具，货币政策工具箱更为复杂。

本文详细介绍了美联储、欧央行和日本央行的流动性投放工具箱。在通常情况下，中央银行只需要通过回购、贴现等手段调节短期利率，保障流动性稳定。然而，当出现金融风险或经济长期低迷的情况时，中央银行不得不采取非常规的货币政策工具。针对经济与通胀低迷的情况，中央银行可能通过提供长期贷款、购买长期资产等形式压低长端利率；针对结构性的流动性问题，中央银行可以通过结构性工具维持货币市场、债券市场等流动性的稳定，或引导信贷市场扩张；针对风险溢价过高的现象，中央银行则可以扩大合格抵押品范围，甚至购买风险资产。

关键词： 央行，流动性投放工具，国际经验



扫描下载兴业研究 APP
获取更多研究成果

面对新冠疫情的扩散和金融市场的震荡，以美联储、欧央行和日本央行为代表的发达经济体央行推陈出新，创设了多种新的流动性投放工具，加上 2008 年全球金融危机之后全球主要央行所进行的创新，都使得目前央行的货币政策工具箱变得更为齐全。

为此，本文梳理了美联储、欧央行和日本央行正在采用或曾经推出的流动性投放工具，考察特殊时期中央银行可以采取哪些应急手段，以期判断海内外货币政策走向提供参考。

一、美联储的流动性投放工具箱

作为一家历史悠久的现代中央银行，美联储创设了丰富的流动性投放工具。我们从用途出发，对美联储流动性投放工具进行划分。

1、保障流动性总体供应的工具

从常规流动性投放工具来看，贴现窗口与公开市场操作是美联储的传统工具，二者分别采用抵押借款和回购的方式。但贴现窗口仅针对存款性机构，且不匿名，导致商业银行使用贴现窗口的积极性不高。公开市场操作则面向一级交易商，其中既包括商业银行，也包括证券公司，且具有匿名特征，使用更为广泛。

然而，公开市场操作也有其不足之处：第一，公开市场操作的期限较短，以隔夜为主，即使是定期回购也不超过 15 天；第二，公开市场操作接受的抵押品要求较高，主要是国债和联邦机构债。因此，在特殊时期，美联储还需要通过其他补充工具注入流动性。

为了能够投放较长期限的流动性，美联储分别在贴现窗口和公开市场操作的基础上，延伸拓展出了定期存款招标(TAF)和一级交易商信用便利(PDCF)两项流动性工具。其中，定期存款招标(TAF)可视为贴现窗口的“升级版”，其面向的对象也是存款性机构，接受的抵押品类型与贴现窗口一致，包括贷款、国债、ABS 等不同类型的抵押品，对不同的抵押品适用不同的折扣率，但 TAF 匿名，期限可以达到 28 天或 84 天。一级交易商信用便利(PDCF)可视为公开市场操作的“升级版”，其面向的对象也是一级交易商，但抵押品扩容至投资级企业债券、国际机构证券、市政债、商票、MBS 等，期限延长至不超过 90 天。

2、保障细分金融市场稳定的工具

除了维持流动性总体的供应之外，在特殊时期，美联储还需要给货币市场、债券市场和信贷市场提供支持。

从货币市场来看，在 2008 年和 2020 年美国流动性紧张的时期，美联储共计推出了 3 种工具给货币市场基金提供流动性支持。2008 年 9 月美联储推出了资产支持商票货币市场基金流动性便利(ABCP MMLF)，这一工具允许合格对

手方从赎回压力较大的货币市场基金手中购买满足一定评级要求的资产支持商票，以此为抵押品融资。这实际上是在一级交易商分润范围有限的情况下，借道合格对手方给货币市场基金提供流动性支持。到2008年10月，美联储进一步推出了货币投资者资金便利（MMIFF）。与 ABCP MMLF 相比，MMIFF 突破了借道合格对手方的限制，直接通过设立 SPV 购买货币市场基金手中的资产，且可购买资产范围拓展至美元存款凭证、银行券和一定期限的商票。

图表 1 美联储的流动性投放工具箱

用途	名称	设立时间	方式	合格对手方	抵押品/购买对象/借贷标的	利率水平	期限
常规工具	贴现窗口 (Discount Window)	20世纪初	抵押借款	存款性机构	商业、工业或农业贷款，消费贷款，住宅或商业地产贷款，企业债券和货币市场工具，国债，政府支持机构债券，ABS等，不同抵押品适用不同的折扣率	财务健康的存款性机构采用一级信用利率（依据联邦基金目标利率区间调整），不满足一级信用要求的采用二级信用利率（一级加50bp）	一级信用不超过90天，二级信用通常为隔夜
	公开市场操作 (OMO)	20世纪初	回购	一级交易商	国债和联邦机构债为主，1977年前也曾有限地接受银行承兑票据	依据联邦基金目标利率调整	隔夜为主，定期回购不超过15天
较长期限流动性支持	定期存款招标 (TAF)	2007年12月	存款招标	财务健康的存款性机构	贴现窗口所接受的抵押品	投标决定	28天或84天
	一级交易商信用便利 (PDCF)	2020年3月	抵押借款	一级交易商	公开市场操作的所有合格抵押品，投资级企业债券，国际机构证券，商票，市政债，MBS，ABS，权益证券（不包括ETF，UIT，MF和权证）	一级信用利率	不超过90天
保障MMFs流动性	资产支持商票货币市场基金流动性便利 (ABCP MMLF)	2008年9月	抵押借款	美国存款性机构，美国银行控股公司，外资银行的美国分支或代表处	合格对手方从赎回压力较大的货币市场基金购买的满足一定评级要求的ABCP，银行控股公司抵押品的期限不超过120天，存款性机构抵押品的期限不超过270天	一级信用利率	与抵押品的ABCP期限相等
	货币市场投资者资金便利 (MMIFF)	2008年10月	通过SPV购买	MMFs，美国银行、保险公司、养老金或信托公司拥有或管理的剩余期限在90天以内、以持有至到期为目的且所投资债券符合一定评级要求的基金	美元存款凭证，银行券，剩余期限在7到90天之内的商票，上述资产的利率必须较一级信用利率高60bp以上	纽约联储按照一级信用利率给SPV提供隔夜资金	
	货币市场基金流动性便利 (MMLF)	2020年3月	抵押借款	所有存款性机构，银行控股公司，外资银行的美国分支或代表处	合格对手方从优质货币市场基金（prime money market fund）购买的国债、政府支持机构债券、美国企业发行的资产支持商票或无担保商票（有评级要求）	以政府债券或政府支持机构债券为担保的，利率与一级信用利率一致；以其它债券抵押的，在一级信用利率的基础上加100bp	与抵押品剩余期限相等，最长不超过12个月
保障债市流动性	定期证券借贷便利 (TSLF)	2008年3月	证券借贷	一级交易商	用符合OMO抵押品要求的证券、投资级企业债券，MBS或ABS交换国债	投标决定	1个月
	商票资金便利 (CPFF)	2020年3月	通过SPV购买	一级交易商	美国企业发行的3个月期以美元计价的商票（有评级要求），购买上限不超过2019年3月16日至2020年3月16日该主体发行的美元商票存量的最高值	以3个月OIS加200bp为参考基础	
鼓励信贷投放	资产支持证券定期贷款便利 (TALF)	2009年3月	抵押借款（无追索权）	任何有合格资产的美国公司都可以通过代理金融机构申请	底层资产为汽车贷款、学生贷款、信用卡贷款、设备贷款、美国SBA担保的小企业贷款和商业按揭贷款等，发行时间在2009年1月之后的AAA级ABS	依据贷款类型和剩余期限决定	3年为主，部分可达到5年
降低长端利率与风险溢价	量化宽松 (QE)	2008年11月	直接购买	一级交易商	机构按揭贷款支持证券，机构债务，长期政府债券	随行就市	
支持离岸流动性	中央银行流动性互换 (CBLSL)	2007年12月	货币互换	部分经济体央行	其他经济体货币	随行就市	隔夜到95天不等
	外国央行回购便利 (FIMA RF)	2020年3月	回购	在纽约联储有账户的外国央行	美国国债	10ER加25bp	隔夜

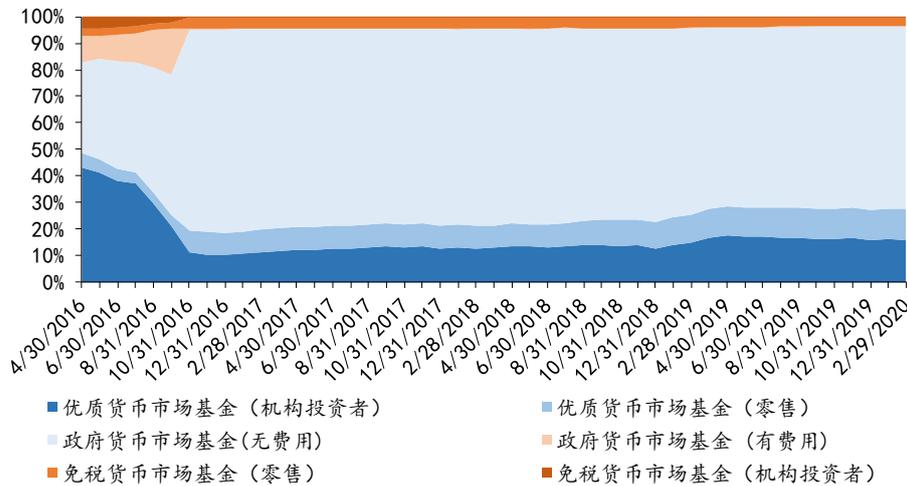
资料来源：美联储，兴业研究

在流动性危机缓解后，上述两项工具淡出历史舞台。直到2020年3月，流动性紧张再次出现，美联储又重新设立了货币市场基金流动性便利（MMLF）。这一工具类似2008年的ABCP MMLF，由合格对手方从优质货币市场基金^①购买资产，再抵押给美联储，通过合格对手方保障货币市场基金的流动性。但是，

^① 注：优质货币市场基金为主要投资于公司债务证券的货币市场基金。

与 2008 年不同的是，在美国货币市场基金改革后，美国货币市场基金投资的商票规模已经显著下降，因此 MMLF 的抵押品除商票外还包括合格对手方从优质货币市场基金购买的国债、政府支持机构债等。

图表 2 美国货币市场基金构成

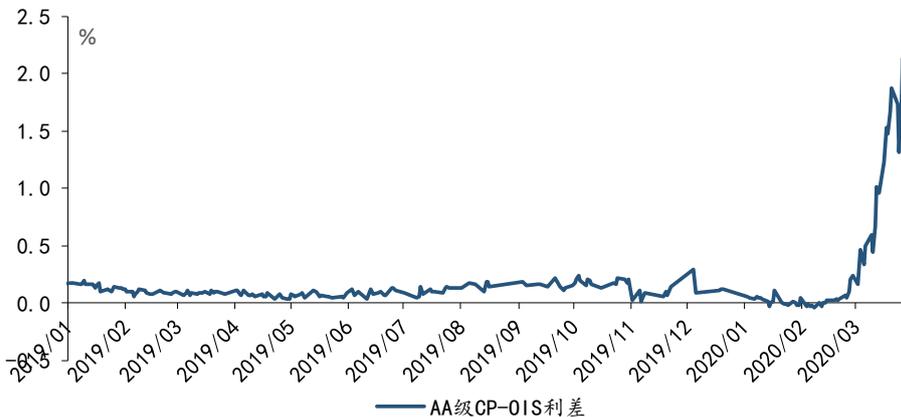


资料来源：OFR, 兴业研究

从债券市场来看，2008 年美联储为保障债券市场的流动性，推出了定期证券借贷便利 (TSLF)，允许一级交易商用手中的投资级企业债券、MBS 或 ABS 交换国债，期限为 1 个月。这使一级交易商能够将手中流动性较低的资产换为流动性高的国债，增加市场中高流动性债券的供给，缓解市场主体抵押品不足的压力。

2020 年 3 月，受流动性紧张的影响，CP-OIS 利差急剧走阔。为此，美联储推出了商票资金便利工具 (CPFF)，通过 SPV 直接购买美国企业发行的 3 个月期以上商票，购买价格以 3 个月 OIS 加 200bp 为基础。与 TSLF 相比，CPFF 能够直接带来商业票据的购买需求，对商票信用利差的影响更为直接。

图表 3 CP-OIS 利差

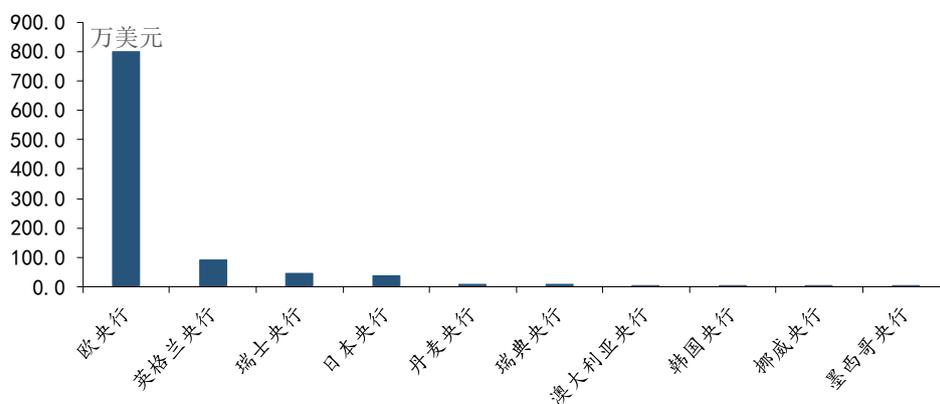


资料来源：WIND, Bloomberg, 兴业研究

从信贷市场来看，美联储曾于 2009 年 3 月推出过资产支持证券定期贷款便利（TALF），允许任何有合格资产的美国公司通过代理金融机构申请抵押贷款，抵押品为以汽车贷款、学生贷款、信用卡贷款、设备贷款和美国 SBA 担保的小企业贷款等的 AAA 级 ABS，且美联储对这一抵押借款无追索权。借款的期限以 3 年为主，也有部分可以达到 5 年。这一措施增加了投资者购买信贷资产 ABS 的积极性，有助于鼓励商业银行增加信贷投放。

从离岸市场来看，由于美元扮演着国际本位币的角色，大量海外投资者持有以美元计价的投资、融资工具，在必要时美联储需要向离岸市场注入美元流动性。2007 年 12 月和 2008 年 10 月，为了解决离岸美元紧张的局面，美联储向 14 家外国央行提供美元流动性互换协议，期限从隔夜到 95 天不等。在 2007 年至 2010 年间，欧央行、英格兰央行参与美元货币互换的规模较高。2020 年 3 月，受新冠疫情影响，离岸美元流动性紧张的情况再度出现，美联储创设了新的离岸流动性支持工具，称为外国央行回购便利（FIMA RF），允许在纽约联储有账户的外国央行抵押美国国债，借入美元，期限为隔夜，利率为 IOER 加 25bp。

图表 4 外国央行美元货币互换规模（2007 至 2010 年）

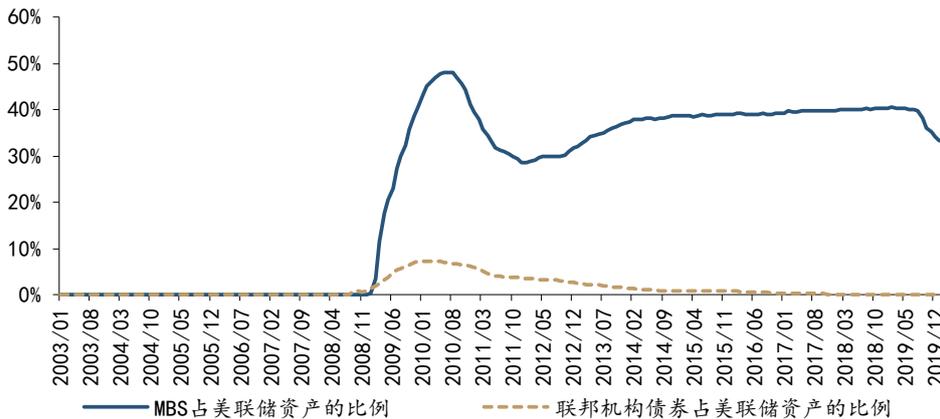


资料来源：美联储，兴业研究

3、量化宽松工具

从降低长端利率的工具来看，在通常情况下，美联储仅干预隔夜利率，由市场自主发现中长端利率的合意水平。然而，在 2008 年，为缓解金融市场的压力，美联储推出了量化宽松政策，直接在二级市场上购入机构按揭贷款支持证券、长期政府债券和机构债务等，以压低长端利率，压缩 MBS 的信用溢价。因此，在 2008 年后美联储资产中 MBS 与联邦机构债的占比显著攀升。在金融市场压力缓解、经济回暖之后，美联储一度减持 MBS 与联邦机构债。到 2020 年 2 月，联邦机构债在美联储资产中的占比已经降至接近 0%，但 MBS 仍然占三分之一左右。

图表 5 美联储增加 MBS 等资产购买



资料来源：WIND，兴业研究

二、欧央行的流动性投放工具箱

在主要发达经济体央行中，欧央行的货币政策操作工具，尤其是其中的常规工具，与我国最为相似。这里，我们将欧央行的货币政策工具分为常规工具和非常规工具两种类型来分析。

1、欧央行的常规流动性投放工具

欧央行最主要的流动性投放工具是主要再融通（MRO），这一操作类似于我国的 7 天逆回购，期限也是 7 天，以逆回购的方式向市场注入流动性。不同之处在于，欧央行的合格对手方范围更为广泛，符合准备金要求、财务稳健的金融机构都可以成为欧央行的对手方。

由于主要再融通操作期限较短，为了保障金融体系对更长期限流动性的需求，欧央行还会开展长期再融通操作（LTRO），期限为 3 个月。这一操作类似于我国的 3 个月期 MLF。不同之处在于，欧央行只会公布 7 天逆回购的操作利率，而不公布其它期限的操作利率，以避免同时影响利率曲线上不同的点。不过，在 2008 年金融海啸之后，欧央行开始通过资产购买计划等方式干预长端利率。这一点我们会在下文中具体阐述。

此外，为了应对短期流动性的波动，欧央行设立了微调工具（Fine-tuning）、结构性操作（SO）和边际借贷便利工具（MLF）。其中，微调工具主要用来应对市场中超预期的流动性波动，通过逆回购、外汇互换等形式保障短端流动性稳定。结构性操作也用于流动性调节，但形式有所不同，既可以用回购，也可以直接购买资产或发行债券。而边际借贷便利工具允许金融机构向欧央行申请隔夜流动性，搭建起隔夜利率的上限。

图表 6 欧央行的流动性投放工具

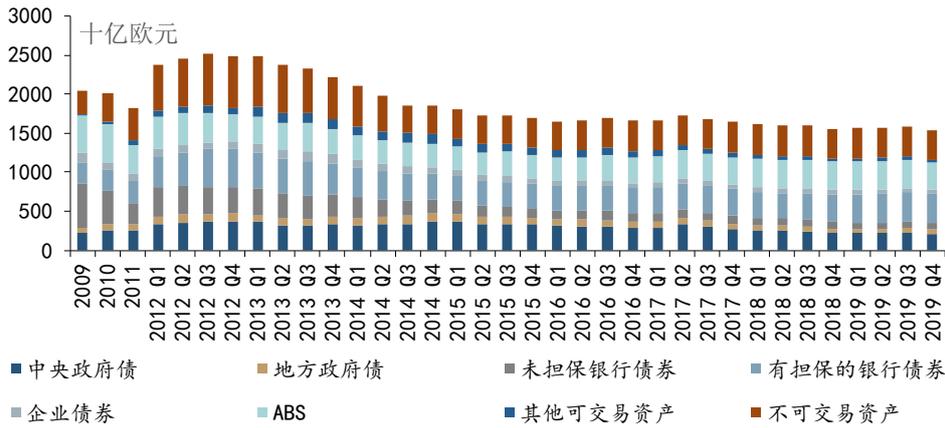
类型	名称	方式	合格对手方	期限	抵押品/购买对象/借贷标的
常规工具	主要再融通 (MRO)	回购	符合准备金要求、财务稳健的金融机构	7天	适用欧央行统一的抵押品管理框架
	长期再融通 (LTRO)	回购	符合准备金要求、财务稳健的金融机构	3个月	
	微调操作 (Fine-tuning)	回购、外汇互换	由欧央行选择一定数量的对手方	不定期	
	结构性操作 (SO)	回购、直接购买	回购要求同上, 直接购买对于对手方无要求	不定期	
	边际借贷便利 (MLF)	回购	符合准备金要求、财务稳健的金融机构	隔夜	
非常规工具	非常规长期再融通 (LTRO)	回购	符合准备金要求、财务稳健的金融机构	3年	国债, 地方政府债, 欧元区国际组织或多边开发银行债 评级在BBB-及以上, 由欧元区信用机构发行, 按欧元计价, 购买规模不超过其市场存量的70% 不超过其市场存量70%的企业债券; 购买时确定最低评级要求, 如果购买后被降级不强制要求出售 符合欧央行抵押品框架要求的ABS, 具体要求包括ABS底层资产为单一类型, 底层资产不包含其它ABS, 不含可能影响欧央行权益的追回条款等, 购买规模不超过其市场存量的70% 中央政府、公共实体和其他符合条件的机构发行的欧元债券 (实际操作中主要用于购买西班牙、意大利、希腊等面临政府债务困境的国家的国债) 政府部门或私人部门证券, 没有事先确定二者的购买比例, 在现有资产购买计划下合格的证券均可购买
	定向长期再融通 (TLTRO)	回购	商业银行, TLTRO规模 (或利率) 依据商业银行给非金融企业与居民提供的贷款规模决定	不超过4年	
	公共部门资产购买计划 (PSPP)	直接购买	广泛寻找对手方, 以保持“市场中性”	债券剩余期限在1到31年之间	
	担保债券购买计划 (CBPP)	直接购买	可在一级市场或二级市场购买	无期限要求	
	企业部门资产购买计划 (CSPP)	直接购买	可在一级市场或二级市场购买	债券期限不超过1年的则要求剩余期限不少于28天, 债券期限超过1年的则要求剩余期限不少于6个月	
	资产支持证券购买计划 (ABSPP)	直接购买	可在一级市场或二级市场购买	无期限要求	
	证券市场计划 (SMP)	直接购买	符合准备金要求、财务稳健的金融机构	无期限要求	
疫情紧急购买计划 (PEPP)	直接购买	可在一级市场或二级市场购买	政府债券剩余期限拓宽至70天到31年之间, 其余类型同上		

注: 部分回购操作可能在欧央行统一的合格抵押品框架下做细微的补充。例如, 非常规长期再融通操作中抵押品要求有所放松, 详见下文。

资料来源: 欧央行, 兴业研究

与美联储不同, 欧央行的回购操作均适用统一的抵押品框架, 且可接受的抵押品范围较广, 除了政府债券外, 银行债券、企业债券、ABS等可交易资产, 银行贷款和存款等不可交易资产, 在满足一定条件的情况下均可以作为抵押品。欧央行根据对不同类型资产的风险评估, 对不同资产采用不同的折扣率, 以保证中央银行不会过多地暴露于信用风险之下。不过, 在特殊时期, 欧央行也可以对抵押品框架做出调整 (在非常规操作工具部分, 我们将再就此做具体说明)。到2019年第四季度, 在欧央行的抵押品中, 中央政府债券的占比为13.9%, 有担保银行债券 (按折扣率扣减后的额度折算) 占比为24.6%, 不可交易资产 (按折扣率扣减后的额度折算) 占比为24.5%。

图表 7 欧央行抵押品构成



资料来源：欧央行，兴业研究

2、欧央行的非常规工具

在 2008 年金融危机后，欧央行推出了一系列非常规货币政策工具。

从回购操作来看，欧央行推出了非常规长期再融通操作(LTRO)和定向长期再融通操作 (TLTRO)。2011 年，为了支持商业银行信贷投放，保障货币市场运行，欧央行推出了两次非常规的长期再融通操作，期限为 3 年，并允许在 1 年之后提前偿还。进一步地，针对这两次长期再融通操作，欧央行将可接受的抵押品范围扩容：第一，降低合格 ABS 的门槛，除了符合统一框架要求的 ABS 以外，A 级以上且底层资产为居民按揭贷款或中小企业贷款的 ABS，在满足一定条件时也可以成为合格抵押品；第二，放松了信贷资产作为合格抵押品的要求，在一些地区，满足一定条件的个人贷款也可以成为合格抵押品。

2014 年欧央行进一步推出了定向长期再融通操作 (TLTRO)。在 TLTRO 操作中，商业银行能够从央行获得的流动性的规模与其向非金融企业和居民投放的贷款（不含居民购房贷款）的规模挂钩，期限不超过 4 年。在第一轮长期再融通操作中，利率固定为主要再融通操作利率加 10bp。在第二轮和第三轮长期再融通操作中，利率与商业银行向非金融企业和居民投放的贷款（不含居民

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_6002

